

経営論集

36 卷3・4合併号

1989 年 3 月

機関保有の増大と専門経営者支配

——J. スコットの所論を中心にして——

植 田 眞 弘

目 次

- I はじめに ——問題の所在——
- II 「取締役兼任のネットワーク」論
- III スコット説の検討 ——機関保有の本質——
- IV むすび

I はじめに ——問題の所在——

企業規模の大小にかかわらず、そこに単独もしくは少数の自然人大株主が存在し、彼もしくは彼らが経営手腕をもつ他者を雇い入れ、企業経営を代行させるといった関係がみられる場合、そこにおける所有・支配関係は比較的判り易い。なぜならそこには所有と経営の分離はあっても、所有と支配の分離は存在していないからである。つまり、かかる企業の究極的支配者は所有者、この場合は自然人大株主であり、経営者の活動は最終的に所有者の意思、利害を反映せざるをえないものになるからである。

ところが、企業規模の増大が株式所有の分散化を伴って進行している場合、もっとも、株式会社制度は本来的に広範な階層の社会的遊休資金を動員することを目的としたものであり、株式所有の分散化傾向はある程度当然生じうることであるが、所有と支配の関係はいくつかの困難な問題を抱えることになった。バーリ・ミーンズは『近代株式会社と私有財産』(A. A. Berle, Jr. and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932, 北島忠雄訳, 文稚堂銀行研究社, 1958年)において、1920年代のアメリカで進展した株式所有の分散化傾向を実証的に跡付け、巨大企業(ただし非金融業に限定)における自然人大株主の地位の後退と、

その半面としての株式所有に基ずかない経営者による支配を主張した。彼らは1929年のアメリカにおいては、非金融企業上位 200 社の内44%が経営者支配に分類されると判定した。さらに、同書で彼らは、かかる経営者支配の広がりによって、私的所有者としての自然人大株式の利害を反映した、利潤追求を第一義とする「私的会社」(private corporation) 中心の社会から、私的所有の制約から解放されたことによってより広い視野を持つことが可能となった経営者によって支配される「準公的会社」(quasi public corporation) 中心の社会へ移行しつつあると主張した。彼らはこの変容を「株式会社革命」と呼んだ。つまり、株式所有の分散化が進行するに連れて経営者にたいする自然人大株主の支配力が消滅し、株式会社の行動原理が利潤追求を第一義とするものではなくなつたと彼らは主張している^注のである。

かかるバーリ・ミーンズ的な「所有なき支配」論(＝経営者支配論)にたいして、イギリスの社会学者スコットは『株式会社と現代社会』(J. Scott, *Corporations, Classes and Capitalism*, 1979, 中村瑞穂・植竹晃久監訳, 文真堂, 1983年)において「利害連関集団」(constellation of interests) という複数個人および機関によって構成された緩やかに結合した株主集団が経営者の上に君臨して、企業の支配者としての絶対的権限をもっていると主張した。スコットは、イギリスの巨大企業の多くは単独の個人もしくは機関による株式の支配的所有のもとにあるのではなく、むしろ複数の機関が取締役の派遣と株式の「星座状の持合い」を通じて複合的、共同的に支配していると主張しているのである。さらに、彼はこの「利害連関集団」の中には中心的な金融機関は存在せず、したがって「銀行による産業の一方的な支配」という関係はないとも主張する。このようにスコット説の特徴は、バーリ・ミーンズ的な「経営者支配論」を「利害連関集団」という株主集団の存在を明らかにすることによって退けた点と、ヒルファディング的な金融資本概念、すなわち、株式保有と取締役派遣を通じての銀行による産業の一方的支配という把握をイギリスの実態に即して批判した点にある、といつてよいだろう。

その後スコットは1984年に出版された共著 (J. Scott and C. Criff, *Directors of Industry*, Polity Press, Cambridge, 1984) 《以下では「Scott (2)」と略記する》において、「利害連関集団」の母体となっている「血縁経済集団」(kinecon group) の存在を独自の「ネットワーク論」を用いて析出した。スコットによれば、この「血縁経済集団」は、その構成員による「血縁的取締役兼任」(kinterlocks) の全国的ネットワークを通じて、企業ばかりでなく、イギリス社会全体を支配していると主張している。

本稿は、「血縁的取締役兼任」を通じて「血縁経済集団」が、企業を究極的に支配し、さらに彼らの価値観、社会観がイギリス社会全体を支配するに至ったと結論する「スコット(2)」の論理展開を跡付けること、また、その作業を通じて、株式の機関保有が増大している状況の下における機関と投資先企業の支配関係、つまり機関と投資先企業の支配関係、さらに機関それ自体の所有・支配

構造を明らかにすることを課題としたものである。

注 「所有なき支配」論、「経営者革命」論にたいする批判としては、さし当り、拙稿「現代巨大企業における専門経営者の意思決定」（明治大学経営学研究所『経営論集』第34巻第2号）83ページを参照されたい。

II 「取締役兼任のネットワーク」論

スコットは、イギリスにおいて1930年代以降、銀行、保険会社、年金基金、インベストメント・トラスト、ユニット・トラスト等の機関が大株主としての地位を高めた⁽¹⁾と、機関への株式所有の集中を重視する。そして、そのことが、力の弱い個人株主の膨大な集団と対決するのではなく、大きな金融的利害集団との対決を経営者にせまっている⁽²⁾、として機関大株主の投資先企業の経営者にたいする影響力の増大について触れ、投資先企業の取締役会の構成にこのことが反映していることを実証した。さらに、現代の企業経営が利潤追求という規準に従っているとすれば、それは製品市場⁽³⁾や内部の支配体系に制約されているだけでなく、支配的な所有者の利害にも規定されていると、専門経営者が利潤追求を第一義とする根拠を、機関大株主の意思が投資先企業の経営者に反映している点に求める。ただし、機関投資家の意思の内容がスコット説にあっては独自のものであるが、この点については以下で詳述してみたい。

スコットは金融的利害集団による持株比率の増大と、彼らの取締役会における優位性について、ダンロップ社で例証している。同社の取締役の持株比率は、1936年でも0.1%に満たなかったが、76年にはおよそ0.02%にまで低下した（表1）。一方、上位20株主の持株比率は1936年の5.1%から76年にはそのおよそ4倍の20.14%にまで上昇した。特に51年から76年の上昇は大巾なものであった（同表）。上位20株主は、1936年に同社を再組織した E. ゲディス卿（Sir Eric Geddes）と金融業者である F. A. サーヴァシー（F. A. Szarvazy）の同族および、彼らの利害代表者によって構成されており、1976年の取締役会の構成においても、5人のゲディス一族と2人のマーチャントバンクで内部取締役を数的に上回っていた⁽⁴⁾。彼はダンロップ社を引き合いに出して、株式所有の

表1 ダンロップ社の株式保有構造

年	上位20株主の 持株比率（%）	取 締 役 の 持株比率（%）	取締役会の構成人数	
			外部取締役（株主派）	内部取締役
1939	5.1	0.09	6	2
1951	9.9	0.03	7	3
1879	20.14	0.015	7	5

出所 Scott, op. cit., pp. 107～8. の本文より作成。

「血縁的利害集団」への集中傾向と、彼らの取締役会における優位性、すなわち、支配の確立を指摘しているように思われる。しかし、株式所有が分散し、しかも取締役の持株比率も低かった1936年においても、外部取締役が取締役会において数的優位に立っていた事の説明はない。この点に関しては、「経営者支配」は「個人少数支配」(Control through personal minority owership) から「利害連関集団による支配」(Control through a constellation of interests) に移行するときの短期的、一時的な支配形態であると指摘しているだけである⁽⁶⁾。なお、この「利害連関集団による支配」は1976年には非金融企業上位200社の42%にまで達しているとスコットは主張している⁽⁶⁾ (表2)。

次に、この「利害連関集団」の構成に関するスコットの叙述をみておきたい。彼は、「利害連関集団」は「血縁経済集団」から構成されていると主張する。「血縁経済集団」とは、ある資本単位について共通の利害をもつ比較的遠い血縁で結びついた集団であり、彼らの結合した所有者としての利害と経営における戦略を代表することを通じて企業を支配する相互に関係性をもった集団であると、スコットは定義する⁽⁷⁾。

表2 非金融企業上位200社の支配形態と取締役兼任 (1976年)

支配形態	企業数		
	取締役兼任	取締役兼任なし	計
公企業	11	2	13
排他的多数	23	34	57
共同的多数	5	3	8
排他的少数	19	5	24
共同的少数	6	1	7
経営者	5	2	7
利害連関集団	73	11	84
計	142	58	200

出所 Scott (2), op. cit., p. 109.

この「血縁経済集団」は、その内部の者を複数の企業の取締役に送り込み、彼らの取締役兼任のネットワークを通じて投資先企業を支配している。特に、シティー内の主要企業は血縁的取締役兼任 (kinterlocks) を通じて、ほぼすべてが結びついている⁽⁸⁾。このように、スコットは、血縁で結び付いた「利害連関集団」(=『血縁的経済集団』) が少数支配を可能とする大株主として、また、取締役兼任を通じて投資先企業の経営者を支配していると、論じた。ただし、スコットは、取締役兼任は金融業間に圧倒的に多く、金融業と非金融業の間の取締役兼任は、金融業間のそれに媒介されるのが普通であったと非金融企業相互の取締役兼任は第二義的なものであったとも指摘している⁽⁸⁾。

また、「血縁経済集団」の構成員から成る兼任取締役は、単一の取締役会にのみ籍を置く取締役とは異なる社会的特質を持つと、スコットは主張する。彼らは単なる「経済的階級」から「社会的

階級」に転化し、自らの社会観、価値観を企業経営にまで反映させていくと論じている。⁰⁰かかる「社会的階級」をスコットは「インナーサークル」(inner circle)と呼び、その支配階級としての性格を次のように論じた。まず、「インナーサークル」の形成は当初、自らが所有する企業から離れた分野の投資機会に関する情報を、血縁を通じて彼らと密接に結びついている他者から得ることを目的としていた。⁰²また、取締役兼任のネットワークを広げる目的も、個人の資産の運用を効率的に行うための情報収集にあった。ところが、1950年代以降にあっては、個人の資産の運用だけでなく、確立した企業体制の維持のために「インナーサークル」は形成されるようになった。そして1976年に「インナーサークル」のメンバーは金融機関の兼任取締役から構成されており、「企業家的資本家」(entrepreneurial)は一部の例外を除いてメンバーには入っていない。⁰³また、「インナーサークル」はパブリックスクール出身者で構成されているイギリスの社会的、政治的支配層の一部である。このことは兼任取締役の多くが爵位を有していることから判る。スコットは、企業家としての実績によって爵位を与えられる場合よりも、有爵位者が兼任取締役になっている場合の方が主流であると述べている。⁰⁴いずれにしても、スコットによれば、イギリスの「インナーサークル」は、有産階級の構成員として特定の企業の利害を超えた包括的、階級的利害の計画者・調整者なのである。

では、「インナーサークル」の社会観、価値観とはどのようなものであり、また、それらが産業企業経営にどのようにして波及していくのか。という問題をスコットはどのように理解しているのであろうか。まず彼は、金融機関と製造業の間の取締役兼任が増加している点から出発する。⁰⁵しかし彼はヒルファディング的な、銀行による産業の一方的支配という構図を否定して、銀行と産業は融合して「金融資本」を形成していると主張する。⁰⁶そしてその根拠を、取締役派遣は銀行から産業への一方向的なものではなく、相互的である点に求める。それゆえ、銀行は資本家の利益を共に実現する手段であり、銀行の取締役も、ヒルファディングの言うような銀行支配の代行人ではない、と主張する。⁰⁸つまり、スコットは銀行と産業の間には支配、被支配の関係はなく、両者は共通の目的を追求する同志であると主張しているのである。⁰⁹

このように銀行と産業の両者にまたがって構成されている「インナーサークル」は、イギリス社会を伝統的に支配している価値観である「紳士的理想」(gentry ideal)の追求を、自らの価値観として持っている。それは、一言で言えば「反産業的」(anti-industry)なものである。¹⁰産業革命以降、力を強めた産業家の価値観は、第一に、彼らの子弟がパブリックスクールで伝統的な、土地所有者の価値観を植え付けられたこと、第二に、伝統的価値観を有する「インナーサークル」の影響力が産業企業の経営者に波及していること、この2点により、企業側も利潤を再投下することよりも、政治に興味を抱いたり、株式投資に向かうようになる。また、より規定的なことは、「インナーサークル」の側が、投資先企業の長期的育成に興味を持たず、短期的な株価の上昇のみを求めた。そのため企業家は短期的な高利潤の申告を強制され、固定資本投資に向かう資金を益々減少させる

に至った。⁽²⁾これが、イギリス産業が国際競争力を喪失し、長期的衰退に陥った主因である。⁽³⁾以上の
ように、イギリス社会を支配している「インナーサークル」の「反産業的」価値観が、イギリス産
業の固定資本投資を制限し、それが同国の経済を衰退させていったと、スコットは結論を下した。

以上概観したスコットの所説を簡単に整理してみたい。企業規模の増大に伴って株式所有の分散化傾向は進展したが、1930年代以降に、シティーの金融機関による株式所有の再集中の動きが始まった。だから、バーリ・ミーンズ的な株式所有の分散に基づく経営者支配論は事実としても誤まりであると指摘する。また、金融機関は広範な近親結婚を通じて形成された「血縁経済集団」によって支配されていた。彼らは「血縁的取締役兼任」のネットワークを金融機関相互に、また金融機関と産業企業の間にはりめぐらせていった。なお、産業企業相互の取締役兼任は比較的少なく、それも金融機関のそれを媒介とするものが多数を占めていた。そして、この取締役兼任のネットワークは、当初シティーの周辺に限られていたが、1960年代以降全国的なものに広がっていった。また、この兼任取締役の集団は、イギリスの伝統的な支配層である「インナーサークル」の構成員でもあった。イギリスの支配層の伝統的な価値観は「反産業的」なものであり、金融的な取引には積極的であるが、産業投資には消極的なものであった。したがってイギリスの産業の技術革新の停滞に起因した国際競争力の低下、すなわち同国の経済の長期的な衰退の原因は、「血縁経済集団」が彼らの価値観に従って国内産業投資に積極的ではなかった点に求められる。

以上がスコット説の概要であるが、次節における展開のために次の点を指摘しておきたい。すなわち、彼は金融機関が「血縁的経済集団」によって支配されている点を強調しているが、それは銀行に重点が置かれ、年金基金に関してほとんど言及していないことである。年金基金の運用をマーチャントバンクに委託するのが一般的であり、そのマーチャントバンクが「血縁経済集団」に支配されている、という点を指摘しているにとどまっている。⁽⁴⁾

注 (1) Scott, (2), p. 101.

(2) Ibid.

(3) Ibid., p. 102.

(4) Ibid., pp. 107-8.

(5) Ibid., p. 106. なお、1880年代から1980年代の百年間の支配形態の歴史的移行の中心は「個人による過半数所有を通じての支配」から「利害連関集団による支配」であるという指摘もある。

(6) この点はスコット説の根本に関わることであるが、ある企業の株式を保有している限り、その株主はすべて共通の利害を持っていると言わなければならない。また、血縁をどの範囲に限定するかによってもその株主が集団に属しているか否かの境界は変わってこよう。彼もこの点を考慮してか具体的な数値によって、たとえば株式の何%以上を保有している場合を利害連関集団による支配の類型に入れるかについて明確にしていない。

(7) Ibid., p. 110, p. 113.

(8) Ibid., p. 123.

(9) Ibid., p. 173.

- (10) Ibid., p. 122.
- (11) Ibid., p. 127.
- (12) Ibid., p. 140-141.
- (13) Ibid., p. 176.
- (14) Ibid., p. 142.
- (15) Ibid., pp. 152-3.
- (16) Ibid., p. 172.
- (17) Ibid., p. 173.
- (18) Ibid., p. 174.
- (19) この点に関しては、「企業家的資本家」は「インナーサークル」のメンバーではないというスコットの主張とは明らかに矛盾していると言わざるをえない。
- (20) Ibid., p. 147.
- (21) Scott, The City of London & British Industry, paper for delivery on lecture tour to Japan, 1987, p. 24.
- (22) Ibid., p. 25.
- (23) Scott (2) p. 176.
- (24) スコットは金融機関による産業企業の一方的支配を否定している。その論拠として、前者から後者への一方的な取締役派遣は例外的である点に求めている。しかし、金融機関相互の取締役兼任が主流であり、しかもその構成員の価値観を産業企業の経営者に押し付けるとするスコット説は、明らかに産業にたいする金融機関の優位性を主張するものである。

Ⅲ スコット説の検討 —— 機関保有の本質 ——

「血縁経済集団」という特殊な所有者集団が「利害連関集団」を形成し、彼らの意思を兼任取締役のネットワークを通じて投資先企業の経営者に波及させていく、としたスコット説は、専門経営者による「所有なき支配」を否定し、大株主としての金融機関の所有者集団が、究極的支配者として君臨していることを主張するものである。本節の課題は前節で紹介したスコット説を批判的に検討し、筆者の考えを提示することにあるが、まず、その手始めとして、イギリスにおける機関保有の推移を見ておきたい。

イギリスの上場株式に占める個人株主の持株比率は、1963年の54%から75年には38%に、81年には28%にまで低下し現在もその傾向は継続している⁽¹⁾。他方、年金基金、保険会社、インベストメント・トラスト、ユニット・トラストの4大機関投資家の株式保有比率は1966年の30.5%から85年の58.9%まで着実に増加している（表2）。その中でも特に注目すべき点は、持株比率で保険会社を抜いて第一位の座を占めるに至った年金基金の伸びが著しい事である（同表）。これは部分的には、年金掛金の所得控除と、年金運用による収益の非課税といった税制上の優遇措置、すなわち「自助努力」を説くサッチャー政権の政策によるものと思われる。年金基金の増大は、年金積立という形で、これまで一部の有産階級に限られていた貯蓄層が大衆にまで広がり、株式保有指向の強い層よ

表 3 機 関 別 株 式 保 有 高

単位 (£m)

年	1966 (%)	1967 (%)	1968 (%)	1969 (%)	1970 (%)	1971 (%)	1972 (%)
保 険 会 社	2,600 (11.7)	3,366 (11.8)	5,313 (12.9)	4,724 (13.6)	4,595 (14.1)	5,885 (15.1)	8,359 (16.3)
年 金 基 金	2,081 (9.4)	2,813 (9.8)	4,228 (10.3)	3,683 (10.7)	3,689 (11.2)	5,654 (12.4)	7,102 (13.8)
インベストメント・トラスト	1,625 (7.3)	2,156 (7.6)	3,158 (7.6)	2,671 (7.7)	2,462 (7.6)	3,547 (7.8)	4,099 (8.0)
ユニット・トラスト	453 (2.1)	664 (2.3)	1,142 (2.8)	1,095 (3.2)	1,034 (3.2)	1,635 (3.6)	1,892 (3.7)
小 計	6,759 (30.5)	8,999 (31.5)	13,841 (33.6)	12,173 (35.2)	11,780 (36.2)	17,721 (39.0)	21,452 (41.8)
そ の 他	15,390 (69.5)	19,555 (68.5)	27,360 (66.4)	22,441 (64.8)	20,718 (63.8)	27,796 (61.0)	29,900 (58.2)
合 計	22,149(100.0)	28,554(100.0)	41,201(100.0)	34,614(100.0)	32,498(100.0)	45,517(100.0)	51,352(100.0)

出所 R. Dobbins, The Institutional Shareholder, Managerial Finance, Vol. 2, No. 3, 1976, p.342.

表 3 機 関 別 株 式 保 有 高 (続き)

年	1979 (%)	1980 (%)	1981 (%)	1982 (%)	1983 (%)	1984 (%)	1985 (%)
保 険 会 社	12,227 (18.3)	16,248 (18.9)	18,744 (18.9)	24,506 (20.1)	30,761 (19.8)	39,473 (19.3)	47,508 (19.4)
年 金 基 金	18,305 (27.3)	22,846 (26.6)	27,462 (27.6)	35,769 (29.4)	45,846 (29.4)	62,574 (30.9)	78,163 (31.9)
インベストメント・トラスト	3,251 (4.9)	3,759 (4.4)	4,347 (4.3)	4,245 (3.5)	4,904 (3.1)	5,776 (2.8)	7,377 (3.0)
ユニット・トラスト	2,510 (3.7)	2,977 (3.4)	3,566 (3.6)	4,457 (3.7)	5,954 (3.8)	7,925 (3.9)	11,138 (4.6)
小 計	36,293 (54.2)	45,830 (53.3)	54,107 (54.4)	68,977 (56.7)	87,465 (56.1)	115,478 (56.7)	144,186 (58.9)
そ の 他	30,640 (45.8)	40,080 (46.7)	45,243 (45.6)	52,581 (43.3)	68,227 (43.9)	88,670 (43.3)	100,525 (41.1)
合 計	66,933(100.0)	85,910(100.0)	99,350(100.0)	121,558(100.0)	155,692(100.0)	204,418(100.0)	244,711(100.0)

出所 79~81年は, The Stock Exchange, Fact Book, Spring '83.

82~83年は, ibid., Spring '85.

84~85年は, ibid., Spring '87.

りも、年金基金との契約によって個別企業の株式保有には興味を持たない層の資金が大量に株式購入に向かっていくことを意味している、と考えてよいだろう。また、年金基金の場合、資金の運用はマーチャントバンク等の投資専門機関に委託するケースがほとんどであるが、運用状況、運用実績はたえず監視されている。そのため運用を委託された投資専用機関は、短期的な投資実績をあげてを強制される。もし短期的な成果をあげることができなかつたら、運用契約は年金基金の側から即座に破棄されるからである。⁽⁸⁾

年金基金に首位の座を明け渡したとはいえ、保険会社の持株比率は1985年でもおよそ19%を占めており、依然として機関投資家として重要な地位を保っている（表3）。保険会社は、年金基金と異なり投資方針は自社で決定するが、保険関係の専門誌に運用実績が公表されるため、その投資行動は保険契約者から厳しく監視されている。それゆえ保険会社も年金基金と同様に短期的な業績をあげてをたえず強制されている。そのため保険会社は、一社の株を長期的、固定的に保有することを好まず、したがって投資先企業の経営に介入することもあまりない。経営方針が気に入らないときは、株主として経営に介入するよりも持株を売却するという行動が、保険会社の伝統的なやり方である。⁽⁹⁾

インベストメント・トラストとユニット・トラストは、ともに零細投資家にとって、その利用を通じて、専門的運用アドバイスを安価に受けられる点と、少額の投資でも投資リスクを分散できるという2つの利点を持つものであるが、イギリスにおいては両者とも資金の運用は通常マーチャントバンクに委託される。そして、ここでも、マーチャントバンクの投資行動はたえず監視され、短期的な利益が至上命令となる。

以上のように、イギリスの4大機関投資家はいずれも、受益者大衆の利益を追求する性格を有し、その行動原理は大衆の致富欲に究極的に規制されているとみななければならない。したがって、資金の運用を委託されたマーチャントバンクが、ある富裕な同族、もしくはスコットの言う「血縁経済集団」によって支配されていたとしても、彼らの投資活動は受益者大衆から絶えず監視され、受益者大衆の利害を離れて一人歩きすることはできない。つまり機関投資家が大株主として投資先企業の経営者を支配していても、機関投資家自体、あるいはその経営者は、受益者大衆の利害によってその行動を規定される、という関係が存在しているのである。この構図の中で、スコットの言う「血縁経済集団」は機関投資家の下に集中した資金の運用を代行しているにすぎず、決して支配構造の頂点に立っている訳ではない。

「血縁経済集団」が支配構造の頂点に立つとは考えられない以上、彼らの「反産業的価値観」とイギリス経済の長期的衰退を結び付けるスコットの主張には賛成できない。この点に関しては次の事を付け加えておく。まず、イギリス経済の長期的衰退は前世紀末の「大不況期」から始まっており、スコットが「血縁経済集団」が形成されたと言う1950年代から始まったものではない。また、

一般的に言って、機関投資家が海外投資を好み国内株への投資に消極的であるのは、国内株の魅力が乏しいからであろう。イギリス株への投資効率が低ければ外国株への投資が増えるのは当然なことであり、この問題はスコットの言うような「反産業的」価値観といった社会学的な接近よりも、経済学的な問題としてとらえ直す必要があるように思われる。

機関保有の増大が所有と支配の関係に新局面をもたらしたのか。より具体的には、機関大株主の存在は、投資先企業における専門経営者支配を可能にしているのか否か、という問題に関して小松章は『企業の論理——社会科学としての経営学——』（三嶺書房、1983年）において、「ある企業＝A社が他企業＝B社の株式を大量に取得し、その大株主になるということは、A社の個人大株主がその支配をB社にも及ぼすということの意味する。機関大株主の出現は、基本的には、当該機関の個人大株主（傍点は引用者）の支配が個別企業の枠をこえて『外延化』することに他ならない。…A社が自社株をB社によって大量に取得されB社を自社の大株主として迎え入れたとすれば、それはB社の個人大株主の支配がA社に及ぼすということである。企業どうしの株式持合は、個人大株主の支配が個別企業の枠をこえて外延的に『交錯』することにほかならない」（205ページ）と、機関が大株主として存在していても、あくまでも個人大株主の支配は残ると主張する。さらに専門経営者も「集団として最大級の個人大株主に成り上がる」（209ページ）ことによって個別企業の枠をこえた個人大株主層の仲間入りをすると主張する。小松の議論は「個人大株主層」を「血縁経済集団」に置き換えると、スコット説に極めて近いものに思われる。しかし、小松説は、引用文中のA社に個人大株主が存在しない場合を想定すると、もっともこの想定は現実的な根拠に基づくものであるが、個人大株主の支配を論証できないことになってしまう。このことはA社を年金基金のような受益者の利益を追求する機関と考えてみれば容易に理解できることである。また、専門経営者が個人大株主に成り上るという主張は、現実の巨大企業の経営者のほとんどに妥当しないと言わなければならない。

須藤修は（「資本のオートノミーと権力の正統性——法人企業の組織と行動——」〔『経済評論』1984年、9月〕）において、機関投資家は、その背後にいる真の所有者すなわち受益者の利益を第一に考えて資産を運用している。つまり、機関投資家は背後にいる所有者によってその行動が究極的に制約される、ということは認めた上で次のように言う。「株主（機関投資家——引用者）は、基本的に収益を目的に投資しているのであり、主要な投資指標は、株価と利回りということになる。そこで経営者は、株式の大量売却が行なわれるような配当水準を制約条件として目標配当率を固定的に設定し、さらに、株価についてある最低水準を制約条件とし、長期的な経営計画にもとづき、自己の所属する企業の成長率の極大化を追求する。……経営者は企業の成長を追求し、さらに企業の成長を安定的かつ確実なものとするために内部資金を増大させ、外部からの影響力を排除しようとする。それによって、企業的意思決定および活動の自律性を高めようとする」（35～6ページ）と、

投資先企業の経営者は利潤の内部留保を通じて機関投資家の影響力を排除し、自らの排他的支配を確立した、と主張している。つまり、専門経営者による支配、すなわち所有と支配の分離が成立したという理解である。

須藤説には大別して2つ疑問が残る。まず第一に、機関の経営者の行動は究極的には彼の背後にいる受益者集団に制約されていることは須藤自身も認めている。であるならば、機関の内部では所有と支配は分離していないとみるべきであろう。第2に、投資先企業の経営者は内部資金の拡大を通じて支配を確立すると言うが、経営者にそのような行動をとらせるのは、機関が「利潤証券」⁽⁶⁾として株式を保有しているからである。つまり、経営者が内部留保の拡大に努めるのは、機関による株式の大量売却を恐れているからである。経営者は常に機関投資家の顔色を見ながら、彼らを自社に繋ぎ止めておくために成長率の極大化を追求しているとみななければならない。これは、明らかに、所有と支配の分離ではない。むしろ機関による株式所有が、投資先企業の経営者を支配する関係にあるとみななければならない。このことは、機関が取締役を派遣している場合を考えるとより明確化するというえるだろう。

このように、株式の所有関係がいかに入り組んでいようとも、所有関係を遡ってみると自然人の所有に突き当たる限り、究極的な支配力はその自然人に属していると理解しなければならない。

注 (1) H. McRae and F. Cairncross, *Capital-City: London as Financial Centre*, Methuen of London, 1984 (中前忠訳『キャピタル・シティ』東洋経済新報社, 1986年) 136ページ。

(2) 同書, 24ページ。

(3) ただし、機関投資家が投資先企業の経営に介入しないことを、直ちに、経営に関心がないと捉えることはできない。経営に介入しないのは、機関投資家が投資先企業の経営者の行動にさし当り不満を抱いていないという事も考えなければいけない。

(4) 機関投資家が国内投資に熱心でないとして機関投資家の行動を非難する主張はイギリスでは根強くある。例えば、1980年に発表されたウイルソン前首相を委員長とする「ウイルソン委員会」(Wilson Committee to Review the Functioning of Financial Institutions)の調査報告は、1979年11月に外国為替管理法が撤廃されて以降の4年間に、機関投資家による海外企業向け投資が国内投資を大巾に上回ったことを指摘し、彼らの行動を厳しく批判した。中前訳, 前掲書, 134~5ページ, 169ページ。

(6) 奥村は、支配を目的として長期的・固定的に株式を保有している場合を「法人所有」と、また、利回りや株価差益を求めて短期的に保有している場合を「機関所有」として、この2つを区別して用いている。奥村宏『法人資本主義』(御茶の水書房, 1984年) 63~66ページ。

IV む す び

スコットも正しく指摘しているように、株式所有の分散化傾向は逆転して、金融機関の下に再集中するという現象が、先進資本主義諸国で等しく進行している。このことは、バーリ・ミーンズの「所有なき支配論」(=『経営者支配論』)に再検討を迫るものであると言ってよいだろう。大株

主としての機関投資家は、個人性が止揚されているにしても、投資先企業の経営者にたいしては所有者として君臨している。しかし、機関投資家の意思を究極的に支配しているのは真の所有者である受益者大衆の私的所有者としての性格である。保険会社であれば保険契約者であり、年金基金であれば年金加入者である。機関の経営者は他者から資金の運用を委託されているのであり、その行動は絶えず受益者大衆から監視されている。したがって所有者の利益を追求することが経営者の職務であり、経営者は決して支配者ではない。したがって、投資先企業の経営者に利潤追求を指令する力は、大株主としての機関投資家の「真の所有者」である受益者大衆の集合的意思である。スコットが「血縁経済集団」による支配が確立していると言うマーチャントバンクは、年金基金から資金の運用を委託された投資専門機関であり、年金基金の利害と離れた行動はとれない。運用契約破棄という切り札を年金基金が握っているからである。金融機関への株式所有の集中を論じながら機関投資家として最大の資金量を有する年金基金についてスコットはほとんど言及していないのはなぜだろうか。

また、「血縁経済集団」を究極的支配層と認めることができない以上、彼らの「反産業的」価値観が国内産業投資の停滞、イギリス産業の長期的衰退をもたらした主因であるとするスコットの説にも賛成できない。もっとも、イギリス産業の長期的衰退の原因をめぐっては多様な議論があり、いまだ明確な解答は提出されていないが、イギリスの支配層の価値観あるいは英国人氣質といったアプローチの方法は、この問題にたいする経済学的究明の途を閉すものであると言わなければならない。

年金基金や保険会社が大株主として存在している場合には、そこにおける究極的支配者は真の所有者つまり受益者大衆であると見なさなければならない。このことは、専門経営者を利潤追求に駆り立てる意思は、受益者大衆の私的所有者としての意思であることを意味するものである。しかし、日本のように、企業集団に所属する企業が相互に株式を持合い、どこまでいっても支配構造の頂点が見付からなく、また自然人株主にも突き当たらない構造の下では、専門経営者に利潤の追求を迫る力を、私的所有者の意思に求めることはできない。そこでは私的所有者の個別的利害を超えた「資本の意思」の存在に注目しなければならないのではないだろうか。